

新能源

收盘价

港元 2.39

目标价

港元 3.03个

潜在涨幅

+26.8%

2025 年 5 月 2 日

京能清洁能源 (579 HK)

1 季度受一次性项目影响，但新分红政策应对估值提升起积极作用

① **1 季度受一次性项目影响，期内盈利略降 2.7%。**公司 2025 年 1 季度盈利同比微降 2.7%至 12.9 亿元（人民币，下同），我们认为当中一次性影响较多：1）2024 年 1 季度公司取得水电站拆除的一次性补偿；2）相比去年 1 季度收益 0.35 亿元，公司今年 1 季度证券投资的公允价值变动收益为-0.49 亿元。事实上公司毛利同比增长 11%，我们认为公司风/光新增装机推动盈利增长。

② **新分红政策大超预期。**公司在 4 月定出最新的分红政策，给出 2025-27 年分红比率分别为可分配利润的 42%/44%/46%，大超市场预期。相比公司此前维持每股分红 0.14 元不变（2025-27 年分红比率为 33%/30%/27%）的指引，新政策除分红比率高出超过 10 个百分点外，按年提高的分红比率亦有较大惊喜。我们目前上调公司 2025-27 年每股分红预期至 0.18/0.21/0.24 元。目前股价对应 2025/26 年股息率分别为 7.8%/9.2%，在我们覆盖的新能源运营商中为最高。

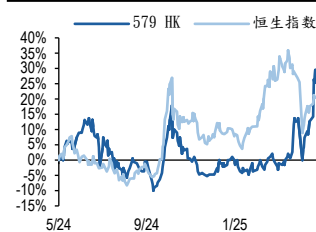
③ **进入港股通将是公司市值管理的重要里程碑。**公司近年积极推动市值管理及投资者回报，我们认为应减少投资者对过往公司曾建议私有化的顾虑。我们认为公司的市值及流动性进一步提高，应有利公司进入港股通名单。目前公司在低估值和高分红条件下，入通应可以吸引更多大型机构投资者，可能是短期提升估值的催化剂。长期而言，我们认为投资者对于公司在京能集团内的定位提升是提升估值的另一关键因素。我们认为公司仍可以透过较优的业绩及项目执行，证明公司是京能集团内最优的新能源平台，对公司中长期的估值提升应有更大支持。

④ **上调目标价，公司对投资者回报重视应持续推动估值提升。**因公司给出超预期的分红政策，我们提升公司估值至 2025 年 6.5 倍市盈率（原为 5.4 倍），以反映公司对投资者回报重视，应持续推动估值提升，目标价上调至 3.03 港元，维持买入评级。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	2.46
52周低位 (港元)	1.71
市值 (百万港元)	6,762.94
日均成交量 (百万)	4.54
年初至今变化 (%)	23.83
200天平均价 (港元)	1.93

资料来源: FactSet

郑民康

wallace.cheng@bocomgroup.com
(852) 3766 1810

文昊, CPA

bob.wen@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3667

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	20,446	20,562	21,883	23,666	25,408
同比增长 (%)	2.1	0.6	6.4	8.1	7.4
净利润 (百万人民币)	3,150	3,343	3,703	4,134	4,550
每股盈利 (人民币)	0.37	0.39	0.44	0.49	0.54
同比增长 (%)	7.4	6.1	11.1	12.0	10.3
市盈率 (倍)	6.0	5.7	5.1	4.6	4.1
每股账面净值 (人民币)	3.72	4.02	4.32	4.63	4.97
市账率 (倍)	0.60	0.56	0.52	0.48	0.45
股息率 (%)	6.2	6.4	7.8	9.2	10.6

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：2025 年 1 季度业绩概览

年结 12 月 31 日 (人民币百万)	1Q24	1Q25	同比 (%)
收入	6,516	6,815	4.6
税金及附加费	(54)	(74)	35.6
销售成本	(4,622)	(4,703)	1.8
毛利	1,841	2,039	10.8
其他收入净额	256	18	(93.0)
销售、管理及行政费用	(172)	(174)	1.1
研发费用	(2)	(0)	(99.4)
息税前利润	1,922	1,883	(2.1)
净融资费用	(285)	(289)	1.6
联营公司/合资企业的损益份额	35	31	(11.5)
减值	(0)	(1)	NM
税前利润	1,673	1,624	(2.9)
所得税	(305)	(290)	(5.0)
非控股权益	(39)	(42)	6.0
净利润*	1,329	1,293	(2.7)

资料来源：公司资料，交银国际 *未计及永续证券持有人

图表 2：主要营运数据预测

年结 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
装机容量 (兆瓦)					
风力发电	5,566	6,858	8,658	10,458	11,958
天然气发电	4,702	4,702	4,775	4,850	4,850
太阳能发电	3,818	5,268	7,068	8,868	10,368
水力发电	414	310	310	310	310
总计	14,500	17,138	20,811	24,486	27,486
变动	786	2,638	3,673	3,675	3,000
风电及光伏占比 (%)	64.7	70.8	75.6	78.9	81.2
电力销售 (百万千瓦时)					
风力发电	12,600	13,690	15,857	18,717	22,172
天然气发电	19,041	18,960	19,090	19,390	19,390
太阳能发电	5,291	5,970	7,591	9,579	11,659
水力发电	1,631	1,390	1,161	1,176	1,176
总计	38,563	40,010	43,699	48,863	54,398
变动 (%)	5.3	3.8	9.2	11.8	11.3

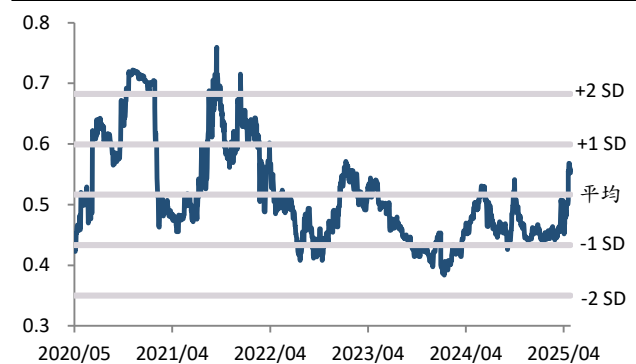
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3：收入及经营利润预测

年结 12 月 31 日 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入					
风力发电	4,512	4,709	5,291	6,058	6,961
天然气发电	12,568	12,410	12,481	12,643	12,643
太阳能发电	2,958	3,086	3,807	4,659	5,501
水力发电	323	294	243	244	242
其它	85	62	62	62	62
总计	20,446	20,562	21,883	23,666	25,408
分部经营利润					
风力发电	2,503	2,786	2,975	3,424	3,846
天然气发电	1,879	1,313	1,382	1,435	1,492
太阳能发电	1,342	1,611	1,948	2,317	2,655
水力发电	(13)	96	70	71	69
其它	(523)	(545)	(547)	(710)	(889)
总计	5,188	5,261	5,829	6,536	7,173

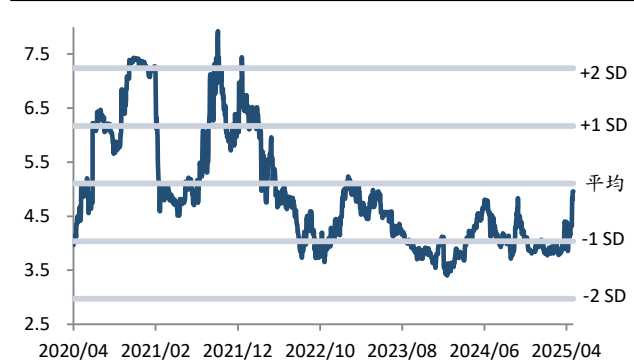
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 4：远期市净率 (倍)



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 5：远期市盈率 (倍)



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 6：京能清洁能源 (579 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 7：交银国际新能源行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
579 HK	京能清洁能源	买入	2.37	3.03	27.8%	2025 年 05 月 02 日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	5.99	7.81	30.4%	2025 年 04 月 30 日	运营商
1798 HK	大唐新能源	买入	2.16	2.65	22.7%	2025 年 03 月 31 日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.05	3.51	15.1%	2025 年 03 月 24 日	运营商
836 HK	华润电力	买入	19.00	23.06	21.4%	2025 年 03 月 21 日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	60.60	72.50	19.6%	2025 年 04 月 28 日	光伏制造 (逆变器)
688390 CH	固德威	中性	39.81	43.30	8.8%	2025 年 04 月 29 日	光伏制造 (逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	4.57	6.28	37.4%	2025 年 04 月 02 日	光伏制造 (多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	买入	0.81	1.49	84.0%	2025 年 03 月 31 日	光伏制造 (多晶硅)
6865 HK	福莱特玻璃	买入	9.04	11.30	25.0%	2025 年 04 月 30 日	光伏制造 (光伏玻璃)
968 HK	信义光能	买入	2.63	4.28	62.7%	2025 年 03 月 03 日	光伏制造 (光伏玻璃)
1108 HK	凯盛新能	中性	3.56	3.47	-2.5%	2025 年 04 月 01 日	光伏制造 (光伏玻璃)
600732 CH	爱旭股份	买入	10.51	12.85	22.3%	2025 年 04 月 30 日	光伏制造 (电池片)
002865 CH	钧达股份	买入	39.87	57.57	44.4%	2025 年 04 月 15 日	光伏制造 (电池片)
3868 HK	信义能源	买入	0.92	1.17	27.2%	2025 年 03 月 03 日	新能源发电运营商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2025 年 5 月 2 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	20,446	20,562	21,883	23,666	25,408
主营业务成本	(13,535)	(13,271)	(13,946)	(14,736)	(15,550)
毛利	6,911	7,291	7,938	8,930	9,859
销售及管理费用	(1,353)	(1,500)	(1,596)	(1,726)	(1,853)
其他经营净收入/费用	(370)	(530)	(513)	(668)	(832)
经营利润	5,188	5,261	5,829	6,536	7,173
财务成本净额	(1,175)	(1,088)	(1,200)	(1,323)	(1,430)
应占联营公司利润及亏损	131	107	113	119	126
税前利润	4,144	4,280	4,741	5,333	5,869
税费	(909)	(859)	(951)	(1,070)	(1,178)
非控股权益	(85)	(78)	(87)	(128)	(141)
净利润	3,150	3,343	3,703	4,134	4,550
归于权益的分派	(92)	(98)	(98)	(98)	(98)
作每股收益计算的净利润	3,058	3,245	3,605	4,037	4,453

资产负债表简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	6,605	7,402	7,499	7,366	8,718
有价证券	258	336	336	336	336
应收账款及票据	11,599	14,892	17,139	20,166	23,726
存货	88	95	99	105	111
其他流动资产	1,262	1,342	924	938	952
总流动资产	19,812	24,065	25,998	28,910	33,843
物业、厂房及设备	60,400	63,752	70,997	77,646	81,801
无形资产	4,647	3,993	3,659	3,303	2,930
合资企业/联营公司投资	1,628	1,677	1,790	1,909	2,035
其他长期资产	7,108	7,566	7,566	7,566	7,566
总长期资产	73,783	76,988	84,012	90,424	94,332
总资产	93,594	101,053	110,009	119,334	128,175
短期贷款	14,680	20,414	21,466	22,603	24,137
应付账款	6,876	7,114	7,916	8,381	8,857
其他短期负债	656	587	774	993	1,232
总流动负债	22,211	28,115	30,156	31,976	34,226
长期贷款	35,241	33,802	38,091	42,756	46,332
其他长期负债	1,622	1,654	1,669	1,688	1,708
总长期负债	36,863	35,456	39,760	44,444	48,040
总负债	59,074	63,571	69,916	76,421	82,266
股本	8,245	8,245	8,245	8,245	8,245
储备及其他资本项目	22,434	24,917	27,343	29,938	32,695
股东权益	30,678	33,161	35,587	38,182	40,939
记作权益的金融工具	3,023	3,028	3,126	3,223	3,321
非控股权益	819	1,293	1,380	1,508	1,649
总权益	34,521	37,483	40,093	42,914	45,909

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	4,144	4,280	4,741	5,333	5,869
合资企业/联营公司收入调整	(131)	(107)	(113)	(119)	(126)
折旧及摊销	3,848	3,740	4,332	4,949	5,738
营运资本变动	1,341	(3,401)	(1,015)	(2,549)	(3,073)
利息调整	1,175	1,088	1,200	1,323	1,430
税费	(840)	(775)	(768)	(863)	(950)
其他经营活动现金流	(105)	(338)	0	0	0
经营活动现金流	9,432	4,487	8,378	8,073	8,887
资本开支	(8,762)	(6,630)	(11,242)	(11,242)	(9,520)
投资活动	(386)	(7)	0	0	0
其他投资活动现金流	467	238	66	67	68
投资活动现金流	(8,681)	(6,399)	(11,176)	(11,175)	(9,452)
负债净变动	2,855	4,323	5,342	5,801	5,111
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(991)	(1,153)	(1,179)	(1,442)	(1,696)
其他融资活动现金流	(1,488)	(447)	(1,266)	(1,390)	(1,498)
融资活动现金流	376	2,724	2,896	2,969	1,917
汇率收益/损失	13	(14)	0	0	0
年初现金	5,466	6,605	7,402	7,499	7,366
年末现金	6,605	7,402	7,499	7,366	8,718

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.371	0.394	0.437	0.490	0.540
全面摊薄每股收益	0.371	0.394	0.437	0.490	0.540
每股股息	0.140	0.143	0.175	0.206	0.238
每股账面值	3.721	4.022	4.316	4.631	4.966
利润率分析(%)					
毛利率	33.8	35.5	36.3	37.7	38.8
净利率	15.4	16.3	16.9	17.5	17.9
盈利能力(%)					
ROA	3.3	3.2	3.3	3.4	3.5
ROE	10.0	9.8	10.1	10.6	10.9
ROIC	3.7	3.6	3.7	3.8	3.9
其他					
净负债权益比(%)	125.5	124.9	129.8	135.1	134.5
流动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2025 年 5 月 2 日

京能清洁能源 (579 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司及滴普科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告内所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。